

北京上市公司高管薪酬 与公司绩效关系的实证研究

康怡 贾炜莹(教授)

(北京物资学院 北京 101149)

【摘要】 本文以北京地区 117 家上市公司 2008~2010 年年报数据为研究对象,分析了北京地区高管薪酬的现状,并分析了高管薪酬与公司绩效之间的关系。

【关键词】 高管薪酬 高管持股比例 公司绩效

2009 年 4 月 9 日财政部发布的“高管限薪令”表明我国政府对企业高管薪酬问题极为关注,这项政策的出台也对高管薪酬披露的透明度提出了更高的要求。然而我国上市公司高管薪酬还存在两方面的问题,一是高管激励水平与高管人员所创造的企业绩效不匹配,二是高管的激励水平仅仅包括年度薪酬而没有包括持有经营公司的股份。这样就会引起某些高管人员为了追求近期收益率相对稳定的会计利润所实施侵害广大股东权益的短期行为甚至是通过粉饰报表来获得较高的薪酬。对此,本文以大量国内相关文献为依托,通过定性分析和定量分析、理论分析与实证分析相结合的方法探讨北京地区上市公司高管薪酬与企业绩效之间的关联关系,为上市公司制定适宜的高管激励措施提供参考。

一、文献综述

西方学术界针对高管薪酬激励水平问题做了大量的实证分析,Maguire(1962)利用大量数据对经理人员薪酬与企业绩效之间的关系进行了研究。Coughlan(1985)还研究了高管人员持股与企业绩效之间的关系,并证明了经理报酬和企业业绩之间是正相关关系。

我国对此问题的研究相对起步较晚。魏刚(2000)以 1999 年 4 月 30 日公布年报的 816 家上市公司为样本,研究发现我国上市公司高管层年度报酬及持股数量与公司经营绩效都不存在明显的正相关关系。陈志广(2002)根据沪市 575 家上市公司公布的年度报告为依据得出薪酬对于高管人员是一种有效的激励措施。周兆生(2003)基于 1999 年以前 A 股上市并公开大部分数据的 911 家上市公司的样本,分别检验了上市公司总经理年薪报酬、股权净收益以及职务任免形成的三种激励效应,得出这三个因素和公司的经营绩效呈正相关性。胡婉丽(2004)对 63 家公布 2002 年年报的 A 股生物医药行业的上市公司的截面数据进行了统计分析,发现除净资产收益率以外其他绩效指标都和高管薪酬水平总体相关。

此外,企业业绩规模的相关指标要比利润的指标对企业经营绩效的相关性更为显著。陈皓(2008)以 2006 年 12 月 31 日在沪深交易所上市的房地产行业的 120 家企业为样本,研

究发现在房地产行业高管薪酬中的货币激励对以资产收益率进行衡量的企业公司绩效的激励效果几乎是无效,而股权激励则对资产收益率进行衡量的公司绩效存在潜在的有效性,宋常(2011)则选取了 2003~2008 年时间跨度的在沪深交易所上市的公司数据,研究发现上市公司高管薪酬激励与企业绩效之间的正向效应全部来自于盈余管理。

但在这些研究中,大部分学者都是通过对行业分类来对全国的上市公司高管薪酬与企业经营绩效的关系进行实证研究,对某一地区上市公司高管薪酬与企业绩效之间关系进行实证分析还相对较少。为此,本文以北京地区 2008~2010 年上市公司披露的年报数据来分别分析高管年度薪酬及持股比例与企业经营绩效之间的关系。

二、研究设计

1. 研究假设。代理理论指出:在公司经理和公司股东之间信息不对称的情况下,为了激励代理人奋发工作,委托人可根据企业的经营绩效与代理人签订激励契约从而实现降低代理人由于道德风险和逆向选择所引发的代理成本并使代理人在实现股东财富最大化的过程中同时也增加公司的价值。基于代理理论,代理人为了谋求更高的薪酬会努力工作来提升企业的经营绩效。

在报酬契约理论下,企业高管的报酬将由企业的经营绩效来决定。因此,自利的公司经理人将会有足够的动力来提升公司的盈利水平和股东利益来实现自己提升年度薪酬的目的,所以提出假设 1:高管人员的年度薪酬与企业的经营绩效呈正相关关系。

根据代理理论,高管人员是风险规避型的而股东是风险中性的。当高管人员没有拥有对其管理企业的剩余索取权即高管不持有所管理企业的股票时,高管人员倾向于选择低风险稳定收益的项目避开高风险高收益项目给自己薪酬带来的潜在危险;当高管人员拥有剩余索取权时即持有被管理公司的股票时,他们会综合考虑收益性与风险性等因素进而做出使自己的福利水平得到提升的选择,所以提出假设 2:高管人员的持股比例与企业的经营绩效呈正相关关系。

2. 样本选择及数据来源。

本文以北京地区上市公司为研究对象,对在 2008 年度之前在沪深交易所上市的北京地区的上市公司进行了全盘筛选并按以下原则进行剔除:①考虑到极端值对统计结果的不利影响,剔除了业绩较差的 ST、ST*、SST 以及三板市场的股票。②考虑到创业板中的企业其内部经营管理体制和高管薪酬激励措施还不健全,剔除了中小板块企业。

根据上述原则对总体样本进行剔除后得到了在沪深交易所上市的北京地区上市公司共计 117 家。这 117 家企业 2008~2010 年的年报数据来源于中国上市公司资讯网以及瑞斯数据库,数据分析采用 SPSS 16.0 软件。

3. 变量定义及模型构建。

(1)被解释变量:因为北京地区上市公司的企业资产规模以及发行股票数量上存在巨大的差异,故选取净资产收益率(ROE)以及每股收益(EPS)作为衡量公司绩效的两个指标。

(2)解释变量:高管薪酬包括两部分即股权激励以及年度薪金报酬。同时,为了更好地反映高层管理者年度薪酬情况,选取了各个公司中前三名高管的年度薪金报酬(SUM)及持股比例(SR)作为高管年度薪酬指标。

(3)控制变量:由于北京地区上市公司的资产规模、所在的生命周期以及经营风险不同,故选取反映企业规模的总资产的对数(LOA)、显示其成长性的净利润增长率(NPG)以及表示其经营风险的资产负债率(DA)作为控制变量。

本文选择的变量定义如表 1 所示。

构建回归模型如下:

$$P=a_0+a_1SUM+a_2DA+a_3NPG+a_4LOA+e_1 \quad (1)$$

$$P=b_0+b_1SR+b_2DA+b_3NPG+b_4LOA+e_2 \quad (2)$$

a_1 与 b_1 ($i=0,1,2$)是常数项; e_1 与 e_2 是随机误差干扰项。

三、实证结果分析

1. 描述性分析。2008~2010 年北京上市公司前三名高管薪酬统计情况如表 2 所示。

表 1 变量定义

变量类型	变量名称		符号	定义
被解释变量	公司绩效(P)	净资产收益率	ROE	净资产收益率=净利润/净资产
		每股收益	EPS	每股收益=净利润/年末普通股总股数
解释变量	最高层前三名高管年度激励	前三名高管年度薪酬	SUM	前三名高管年度薪金之和
		前三名高管持股比例	SR	前三名高管持股比例=前三名高管持股数量/年末公司总股本
控制变量	财务杠杆	资产负债率	DA	资产负债率=负债/资产
	成长机会	净利润增长率	NPG	净利润增长率=(本年度净利润-上一年度净利润)/上一年度净利润
	公司规模	资产规模	LOA	企业总资产的对数

(1)北京上市公司前三名高管薪酬整体水平呈上升趋势,薪酬分布“两级化”现象弱化。由表 2 可知,北京地区前三名高管薪酬 2008~2010 年度的平均值依次为 2 273 565 元、2 123 280 元、2 901 455 元,在 2009 年有较小幅度的下降,但前三名高管薪酬整体上呈上升态势。而且,北京上市公司前三名高管薪酬最大值和最小值差距在逐年缩小。

(2)北京各上市公司前三名高管 2010 年度薪酬行业差异巨大,各行业内部企业差别巨大。由统计结果可知,北京地区各上市公司前三名高管年度薪酬因所在行业不同存在明显的差别:由均值水平可以看出,在北京地区上市公司中的金融、保险业整个行业的高管人员年度薪酬水平位居所有行业之首,最小值出现在农、林、牧、渔业,为 1 124 333 元;前三名高管年度薪酬最高的行业是最低行业的 7.607 776 倍,最高行业薪酬是北京地区平均水平的 2.948 倍。除此之外,各行业内部最小值和最大值之间的差距较大,其中差距最大的是制造业和信息技术业。

表 2 2008~2010年北京上市公司前三名高管薪酬统计表

单位:元

行业名称	N	2008年			2009年			2010年		
		最小值	最大值	平均值	最小值	最大值	平均值	最小值	最大值	平均值
采掘业	5	2 243 000	23 273 400	6 648 621	1 539 300	2 889 000	2 117 439	2 286 000	4 387 200	3 124 440
电力、煤气及水的生产和供应业	5	1 353 600	2 548 500	1 815 800	1 332 700	2 411 500	1 863 900	1 039 000	4 556 000	2 403 440
房地产业	14	347 900	8 002 382	2 198 349	343 000	6 580 000	2 366 748	420 000	8 660 814	2 873 365
建筑业	4	1 324 000	2 120 100	1 753 775	1 840 800	2 230 000	2 091 700	1 780 000	3 181 000	2 507 515
交通运输、仓储业	5	667 900	2 386 000	1 379 840	755 600	2 566 000	1 655 760	1 129 200	2 936 000	1 927 640
金融、保险业	8	4 532 000	23 476 800	8 689 338	2 237 000	19 359 900	7 316 788	2 757 000	20 844 400	8 553 676
农、林、牧、渔业	3	396 000	980 000	775 333.3	486 000	1 148 000	861 333	528 000	1 645 000	1 124 333
批发和零售贸易	9	500 000	3 088 000	1 668 700	600 000	3 389 000	1 738 300	869 000	3 483 000	2 154 156
社会服务业	8	211 666	3 559 500	1 626 108	312 000	3 910 000	1 759 988	312 000	6 784 400	2 710 775
信息技术业	16	480 000	4 871 200	1 583 313	474 000	3 798 200	1 596 206	486 000	19 330 000	2 845 056
制造业	38	432 000	3 432 200	1 374 405	229 200	4 974 200	1 584 974	432 000	19 330 000	2 380 416
综合类	2	336 000	1 229 600	782 800	360 000	1 765 800	1 062 900	360 000	2 722 700	1 541 350
合计	117	211 666	23 476 800	2 273 565	229 200	19 359 900	2 123 280	312 000	20 844 400	2 901 455

(3)北京各上市公司高管持股存在显著的行业差异,整体持股比例较低,“零持股”现象严重。根据统计结果显示,2010年度持股比例较高的行业前三名依次是信息技术业(0.036 28),社会服务业(0.037 752),农、林、牧、渔业(0.179 248);而持股比例较低的行业依次为,电力、煤气及水的生产和供应业(0),综合类(2.07E-06),建筑业(3.59E-06)。各个行业中均有前三名高管“零持股”的现象存在。在117家被统计的北京上市公司中,前三名高管“零持股”的企业有75家,比例高达64.102 6%。

(4)北京上市公司各个行业企业净资产收益率(ROE)总体差别不大,行业内部差异波动水平较大。统计结果显示,2010年度在北京地区上市公司中净资产收益率较低的两个行业依次为综合类3.995%、批发和零售贸易6.687 289%以及建筑业9.497 5%,其他9个行业企业的净资产收益率(ROE)都在整体均值11.697 09%上下波动,整体利用净资产效率较好。在这些行业中,建筑业和金融、保险两个行业的方差较小,分别为2.593 425%、5.896 37%,说明在北京建筑业和金融、保险业两个行业内企业利用净资产的效率基本相同。而在交通运输、仓储业中,方差达到了202.702 45,说明北京地区这个行业企业利用股东投入资产的效率有较大差别。此外,和刘哲、葛玉辉统计的2009年度全国治理前20强的净资产收益率的平均值14.8%相比,高于此水平的为交通运输业、仓储业(15.4%)。可见,北京地区交通运输、仓储业企业创利能力在全国处于竞争优势地位。

(5)北京上市公司每股收益(EPS)总体水平较低,行业差别显著。统计显示,2010年北京地区各行业企业每股收益(EPS)均为正值,但都比较小,整体均值为0.491 079元。总体每股收益(EPS)较高的行业分别为金融、保险业(0.765 025元),农、林、牧、渔业(0.828 367元),交通运输、仓储业和采掘业(1.114 6元);每股收益(EPS)较低的行业分别为综合类(0.114 1元),电力、煤气及水的生产和供应业(0.336 2元),建筑业(0.347 5元)。其中,北京地区上市公司各个行业中每股收益(EPS)最大值是最小值的9.768 624倍。可见,北京地区各行业企业每股收益差距较大。

2. 回归分析。回归分析结果如表3所示。

表3 回归分析结果

变量	模型1的回归结果		模型2的回归结果	
	净资产收益率(ROE)	每股收益(EPS)	净资产收益率(ROE)	每股收益(EPS)
常数	-15.977 85	-1.006 34	-16.742 33	-1.169 32
前三名高管年度货币薪酬之和(SUM)	2.095 261E-08	7.522 716E-09	-	-
前三名高管持股比例(SR)	-	-	7.414 707	1.173 047
资产负债率(DA)	-0.040 14	-0.005 48	-0.033 81	-0.004 44
净利润增长率(NPG)	0.007 429	0.000 273	0.007 351	0.000 26
总资产对数(LOA)	1.288 822	0.076 043	1.305 181	0.080 902
R ²	0.208 340	0.157 832	0.212 645	0.195 972
调整R ²	0.180 066	0.127 755	0.184 525	0.167 257
F	7.368 719	5.247 528	7.562 086	6.824 664
Sig.	0.000 026	0.000 654	0.000 020	0.000 059

(1)高管年度货币薪酬与企业绩效实证研究。由表3可知,以净资产收益率(ROE)为指标判定公司经营业绩的模型1和以每股收益(EPS)为指标判定公司经营业绩的模型1在5%的置信水平上均显著。从而证明了假设1即高管人员的年度薪酬与企业的经营绩效呈正相关关系。

(2)高管年度持股比例与企业公司绩效的回归分析。由表3的回归结果可知,以净资产收益率(ROE)为指标判定公司经营业绩的模型2在5%的置信水平上显著和以每股收益(EPS)为指标判定公司经营业绩的模型2在10%的置信水平上均显著。从而证明了假设2高管人员的持股比例与企业的经营绩效呈正相关关系。但是以净资产收益率(ROE)为企业经营绩效判定指标的模型1无论在显著性水平上还是判别度水平上均优于以每股收益(EPS)为企业经营绩效判定指标的模型2。

四、结论与启示

本文以北京地区117家上市公司2008~2010年年报数据为研究对象,分析了高管薪酬与公司绩效之间的关系,研究发现:①北京地区上市公司高管薪酬整体呈上升趋势,但行业差距较大;净资产收益率行业间差距不大,但在行业内各企业间差距显著;每股收益总体水平不高,行业间差异明显。②相关性分析表明:北京地区的上市公司中高管薪酬与企业绩效显著正相关,且线性关系显著,说明北京地区上市公司中高管人员的年度薪酬是取决于企业经营绩效的优劣程度的,根据契约理论,这些高管人员会全力以赴地提高公司的经营绩效以实现自己年度货币薪酬的提升。同时,北京地区的上市公司中高管人员的持股比例与企业的经营绩效呈显著正相关关系,可见股权激励对于北京地区高管人员具有明显的激励效果。

但是,在北京地区的上市公司中高管“零持股”现象的广泛存在令人担忧。根据货币的边际效应递减效应,当企业高管人员的年度薪金涨至一定阶段时,若再对其薪金进行提升,则很难激发高管提高公司经营绩效的动力。相反,他们更趋向于小风险甚至是零风险的经营模式以谋求其薪金及经营管理权的稳定。但是,如果高管薪酬设计为包括短期激励措施(年度薪金)、长期激励措施(股权计划)以及补充性激励措施(福利、培训和职务优待)等多项并存的薪酬制度,会对高管人员产生有效的激励效果。

【注】本文受北京市属高等学校人才强教计划资助项目(编号:PHR201008224)的资助。

主要参考文献

1. Kevin J. Murphy. Corporate performance and managerial remuneration: An empirical analysis. Journal of Accounting and Economics, 1985; 5
2. Mcguire, John S. Chiu, Alvaro Elbing. Executive Income, Sales and Profits. The American Economic Review, 1962; 9
3. 魏刚. 高级管理层激励与上市公司经营绩效. 经济研究, 2000; 3